



FONDS D'INVESTISSEMENT : UN RÔLE CROISSANT DANS LE FINANCEMENT DES ÉCONOMIES EUROPÉENNES

ALAIN LECLAIR *

CARLOS PARDO **

La gestion pour compte de tiers, notamment la gestion de fonds, joue un rôle crucial dans le financement de l'économie. En effet, au niveau mondial, notre profession gère - actif net des fonds d'investissement et des mandats ensemble - un volume de capitaux de l'ordre de 30 000 milliards d'euros (dont un peu plus de 8 000 milliards en Europe, 1400 en France...), soit des multiples égaux ou supérieurs au volume du PIB dans les pays et les régions concernés¹. Selon les pays, les fonds d'investissement, qu'ils soient détenus directement ou indirectement au travers par exemple de compagnies d'assurance ou de fonds de pension, pèsent de 10 % à 30 % du patrimoine financier des ménages, et leur poids dans les capitalisations boursières - en règle générale significatives, mais très variables d'un pays à l'autre - peut atteindre dans certains cas jusqu'à 15-20 %.

Outre ces aspects quantitatifs, la gestion pour compte de tiers contribue activement à la liquidité des marchés en favorisant la mobilisation d'une partie croissante de l'épargne et des patrimoines des agents économiques. Elle est l'un des moteurs majeurs de la « marchéisation » du financement de l'économie et de la désintermédiation bancaire, mettant en face directement l'épargne et l'investissement. Pour cela, les professionnels de ce secteur que sont les gérants, réalisent l'allocation d'actifs répondant à l'horizon de placement de l'investisseur et à son aversion ou tolérance face aux risques et sélectionnent les opportunités de placement.

* Président de l'Association Française de la Gestion Financière (AFG-ASFFI), vice-président de l'OEE et vice-président de La Française des Placements.

** Directeur des études économiques de l'AFG-ASFFI.

Les auteurs remercient A. Babeau, P. Bollon, délégué général de l'AFG-ASFFI, et B. Delbecq, économiste de la FEFSI, pour la lecture critique et constructive de l'article. Ils n'en demeurent pas moins responsables des erreurs ou omissions de ce texte.

Cette étude est centrée sur les fonds d'investissement, concept plus large que celui d'OPCVM mais plus restreint que celui d'actifs gérés pour compte de tiers, car il ne prend pas en compte les mandats. Elle présente tout d'abord quelques chiffres sur le marché mondial des fonds, pour ensuite décrire en détail le processus vigoureux de croissance et de rattrapage de l'industrie européenne des fonds en comparaison avec celle des États-Unis. Ces évolutions, qui se caractérisent sur le long terme par une croissance significative des encours gérés mais surtout par la montée en puissance de l'investissement dans des fonds actions ou orientés actions, témoignent-elles d'un changement de culture ou d'attitude vis-à-vis du risque, et plus particulièrement du risque inhérent au placement en actions, ou s'agit-il tout simplement d'un phénomène passager ?

À la lumière des chocs boursiers de 2000/2001, peut-on envisager que les épargnants favoriseront sur le moyen terme une structure « équilibrée » entre fonds à revenus variables et fonds à revenus fixes ? C'est à ces questions que nous essaierons de répondre. Enfin, en guise de conclusion, cet article tente d'identifier les facteurs exogènes et ceux propres à la profession, susceptibles de fonder la croissance de l'industrie de fonds d'investissement dans les années à venir.

Encadré n°1

Quelques remarques méthodologiques

À strictement parler, il n'existe pas encore aujourd'hui, en dépit de l'introduction de l'euro financier en 1999, « une » industrie, globale, de la gestion de fonds d'investissement en Europe, mais plutôt des marchés nationaux, avec de plus en plus d'activités transfrontalières. Toutefois, l'objet de cette étude étant, dans une approche comparative, l'amélioration des connaissances sur le marché européen des fonds - aspects méthodologiques et sources statistiques - et la mise en perspective de son potentiel de développement, nous avons par souci de simplicité fait dans certains cas le choix délibéré de consolider les données et de faire référence à l'« industrie européenne » ou au « marché européen » des fonds d'investissement. Afin de mieux comprendre la situation actuelle de cette industrie, nous retraçons, lorsque les données le permettent, son évolution depuis le début des années 1990. Dans cette démarche, nous avons pris la référence du marché américain des *mutual funds* pour mieux comparer et cerner les enjeux concurrentiels au niveau mondial.

Sauf mention explicite, les statistiques utilisées dans cet article sont issues de la FEFSI (Fédération Européenne de Fonds et Sociétés



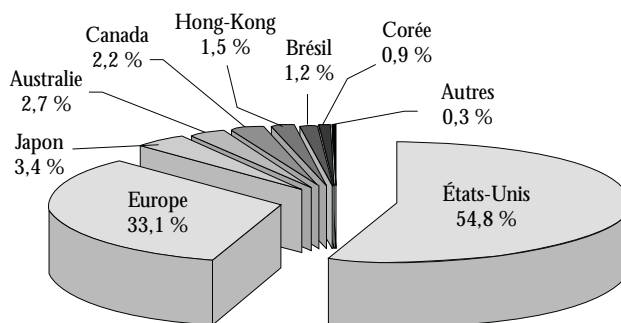
d'Investissement), qui collecte les données au niveau des associations nationales pour une vingtaine de pays européens où cette industrie existe et se développe, et de l'ICI (Investment Company Institute), qui représente la totalité du marché des fonds d'investissement (*mutual funds*) aux États-Unis.

Quant au périmètre de l'étude et à la terminologie employée pour désigner les produits de la gestion collective, une remarque préliminaire s'impose : lorsque les données sont disponibles, nous ferons toujours référence, sauf mention du contraire, au terme de « fonds d'investissement », qui englobe à la fois les OPCVM à réglementation européenne, c'est-à-dire en adéquation plus ou moins parfaite avec la directive européenne 85/611, et ceux à réglementation nationale². Les différences entre ces deux « familles » de fonds étant plus de nature juridique, réglementaire ou fiscale qu'économique, nous incluons en effet, par souci d'exhaustivité, dans les statistiques et analyses, lorsque leurs données sont disponibles, les fonds à réglementation nationale, qui représentent 20 % de l'actif net total de l'industrie européenne. Restreindre l'analyse des marchés européens aux seuls fonds « à réglementation européenne » reviendrait en effet non seulement à amputer l'industrie de fonds dans sa globalité, mais aussi à donner une image déformée de la structure et du poids réel du marché européen dans son ensemble et des marchés européens entre eux : ceci est particulièrement vrai dans le cas de l'Allemagne, où, trop souvent, environ les deux tiers des actifs (gérés sous forme de *Spezialfonds* ou de fonds immobiliers) ne figurent pas dans les statistiques du fait que l'on raisonne habituellement exclusivement en termes d'OPCVM à réglementation européenne... (Cf. tableau n°1 en annexe).

UN MARCHÉ EUROPÉEN DONT LE TAUX DE CROISSANCE DÉPASSE CELUI DES ÉTATS-UNIS

Fin septembre 2001, plus de 50 000 fonds d'investissement, qui pèsent près de 14 000 milliards d'euros sont recensés dans le monde, soit environ une fois et demie le PIB des États-Unis et presque 1,7 fois celui de l'Europe des quinze. Le marché mondial des fonds est fortement concentré dans les pays de l'OCDE, les États-Unis et l'Europe représentant environ 85 % des actifs sous gestion. Le Brésil et Hong-Kong, avec un peu moins de 3 % du marché mondial, font figure d'exception³. L'écart dans les parts de marché des fonds d'investissement entre les États-Unis et l'Europe reste significatif : 20,7 points (graphique n°1)⁴.

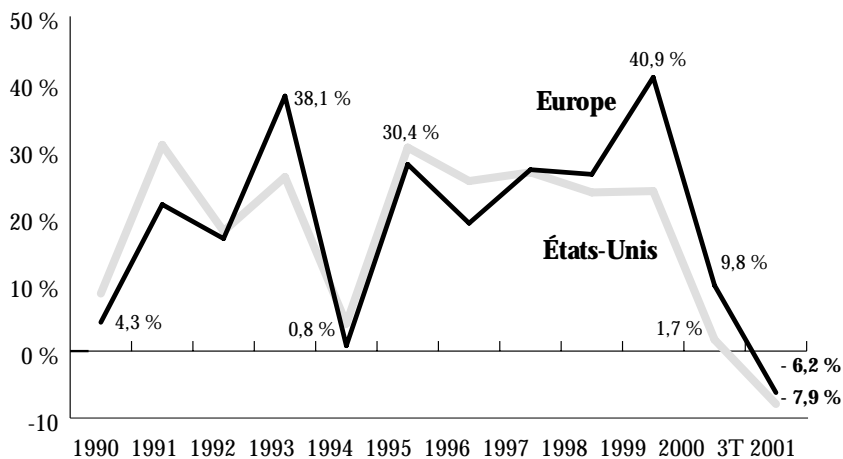
Graphique n°1
Principaux marchés de fonds - fin 2000
 (Actifs gérés : 13 750 milliards d'euros)



Depuis 1990, bien qu'irrégulier, le rythme de croissance des actifs nets des industries de fonds américaine et européenne est significatif, avec un avantage non négligeable pour l'Europe notamment à partir de 1997 (graphique n°2). Arrivée à maturité du marché américain ou effet de rattrapage pour le marché européen, en l'espace de 10 ans le volume d'actifs de ce dernier a été multiplié par un facteur d'ordre sept, contre six pour les États-Unis. Entre 1990 et 2000, le taux de croissance annuelle moyen pour l'Europe s'établit à +22,6 % (+20,2 % si l'on inclut le 3^{ème} trimestre 2001), et à +20,7 % pour les États-Unis (respectivement 18,2 %). La financiarisation rapide des patrimoines, plus particulièrement en Europe Continentale du fait de son retard en la matière, et la préférence accrue pour les véhicules collectifs semblent être les moteurs de cette progression sans précédent des marchés de la gestion collective. Reste toutefois un long chemin à parcourir en Europe Continentale où, en raison probablement de l'absence de structure longue de placement (notamment des fonds de pension), encore près de 50 % de l'épargne restent investis dans des instruments courts à dominante bancaire et souvent à des taux administrés, contre un solde maximum de l'ordre de 15 % aux États-Unis.

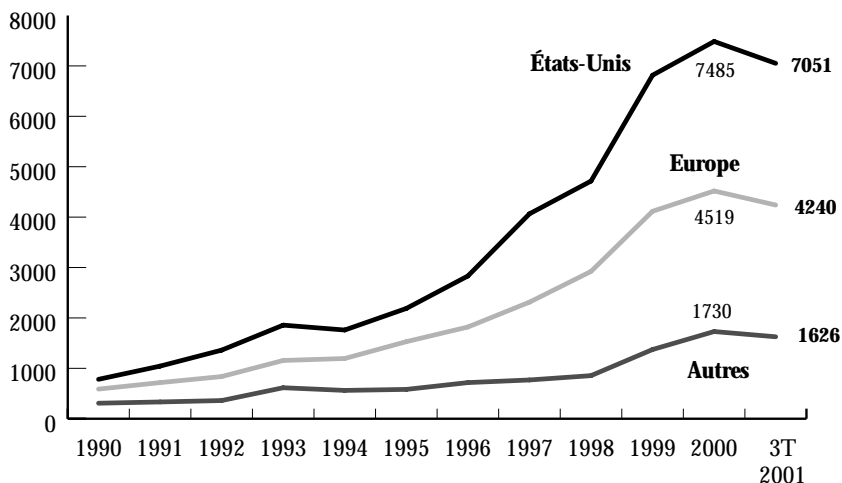
Soulignons que si l'on assiste depuis fin 2000 à une diminution du volume de l'actif net, ceci est dû en grande partie à la baisse soutenue des marchés boursiers pendant pratiquement toute la période antérieure aux événements du 11 septembre, et dans une moindre mesure au choc provoqué par celui-ci, et plus rarement à des souscriptions nettes négatives : les chiffres cumulés pour les neuf premiers mois de 2001 (3T 2001 sur le graphique n°3), mettent en évidence une « dévalorisation » des actifs se chiffrant à 280 milliards d'euros pour l'Europe et à quelque 550 milliards de dollars pour le marché américain. Ces chiffres peuvent toutefois induire en erreur car ils mélangent les effets des crises d'avant et après les événements du 11 septembre aux États-Unis.

Graphique n°2
Taux de croissance annuels des fonds
(en monnaie nationale)



Source : FEFSI / ICI.

Graphique n°3
Actifs nets totaux des fonds d'investissement
(en Mds €)



Source : FEFSI / ICI, et estimations AFG-ASFFI pour la rubrique « autres ».

Le tableau n°1 permet de suivre la progression trimestrielle des actifs nets sur 12 mois, jusqu'à fin septembre 2001. Du fait du comportement

responsable de la majorité des gérants, ainsi que de la confiance des investisseurs, l'intensité de la diminution des actifs nets a pu être quelque peu contenue sur ces marchés. Par ailleurs, les événements du 11 septembre n'expliqueraient qu'à hauteur d'un tiers la diminution d'actifs advenue pendant le 3^{ème} trimestre 2001⁵.

Tableau n°1
Progression trimestrielle de l'actif net en 2001

	Taux de croissance trimestriel		Actif net en fin de trimestre*	
	États-Unis	Europe	États-Unis	Europe
4 ^e trimestre 2000	- 4,2 %	- 3,6 %	6 965	4 519
1 ^{er} trimestre 2001	- 4,9 %	- 1,6 %	6 626	4 447
2 ^e trimestre 2001	4,8 %	3,5 %	6 943	4 603
3 ^e trimestre 2001	- 7,6 %	- 8,1 %	6 415	4 230
Cumul 3 trimestres 2001	- 7,9 %	- 6,4 %		

* En dollars pour les États-Unis, en euros pour l'Europe.

Source : FEFSI, ICI.

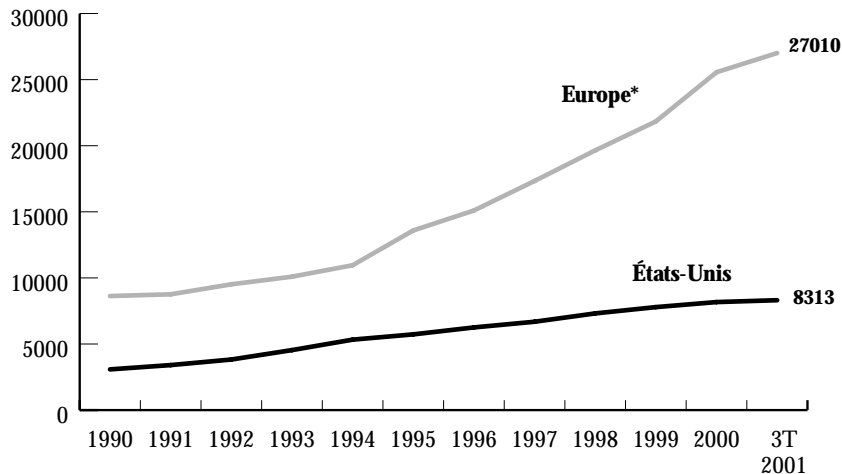
Enfin, selon nos chiffres pour la France et les estimations disponibles pour les autres marchés, l'année 2001 devrait se terminer, presque partout, par une remontée non négligeable du niveau des actifs nets par rapport à celui atteint à fin septembre. Sur certains marchés, notamment celui de la France, on devrait même enregistrer une progression des actifs⁶. D'autres marchés domestiques européens, notamment l'espagnol et l'italien, en revanche, semblent devoir continuer leur « descente aux enfers » amorcée dès avant les chocs boursiers, le premier suite à des mesures fiscales favorisant les dépôts à terme, le deuxième essentiellement en raison de la préférence des investisseurs italiens pour les fonds de droit luxembourgeois, ce qui ne signifie nullement une désaffection du mode d'investissement en fonds. Notons aussi que les marchés les plus en baisse sont ceux qui avaient connu la croissance la plus forte à la fin des années 1990.

*UNE OFFRE PLÉTHORIQUE REFLÉTANT
UN CLOISONNEMENT ENCORE PERSISTANT
ENTRE LES MARCHÉS*

En 1990, le nombre de fonds était trois fois plus important en Europe⁷ qu'aux États-Unis pour un encours total inférieur d'une fois et demie. À la fin de la période examinée l'écart s'est creusé davantage encore, le nombre de fonds ayant crû plus vite sur le marché européen (facteur 2,83) que sur celui des États-Unis (facteur 2,65) (graphique n°4).



Graphique n°4
Nombre de fonds d'investissement



* Exclusivement OPCVM à réglementation européenne.
Source : FEFSI / ICI.

Compte tenu de la taille respective des marchés, les fonds européens gèrent donc en moyenne des montants six fois inférieurs à ceux des États-Unis ! En effet, la valeur moyenne des fonds américains, qui était de l'ordre de 340 millions de dollars en 1990, s'établit à fin 2000 à 850 millions de dollars (soit environ 910 millions d'euros), alors que le montant moyen d'actifs gérés par les fonds européens reste toujours faible, passant de 65 à 140 millions d'euros.

Il existe deux explications à cet état de fait, l'une relative à la concentration du marché américain, l'autre à la fragmentation et au cloisonnement extrêmes des marchés européens.

Les raisons de la concentration aux États-Unis sont nombreuses et tiennent tant à l'histoire de la réglementation qu'à la sociologie du marché. Née à l'abri du *Glass Steagal Act*, l'industrie de la gestion des fonds s'est réellement constituée après-guerre dans des sociétés strictement indépendantes du type Fidelity, Dreyfus, Scudder, T.Row Price..., c'est-à-dire hors des banques et des compagnies d'assurance. Le grand essor ne date que des années 1970, où la Fed a de fait encouragé la concurrence en autorisant le développement des *money market funds* pouvant servir de support à des comptes chèques des particuliers. Cette voie ouverte à des produits financiers innovants a encouragé les principaux brokers à en développer la commercialisation et a conduit les quelques grandes firmes indépendantes de gestion financière à une croissance fulgurante de leurs encours, et bien entendu de leur



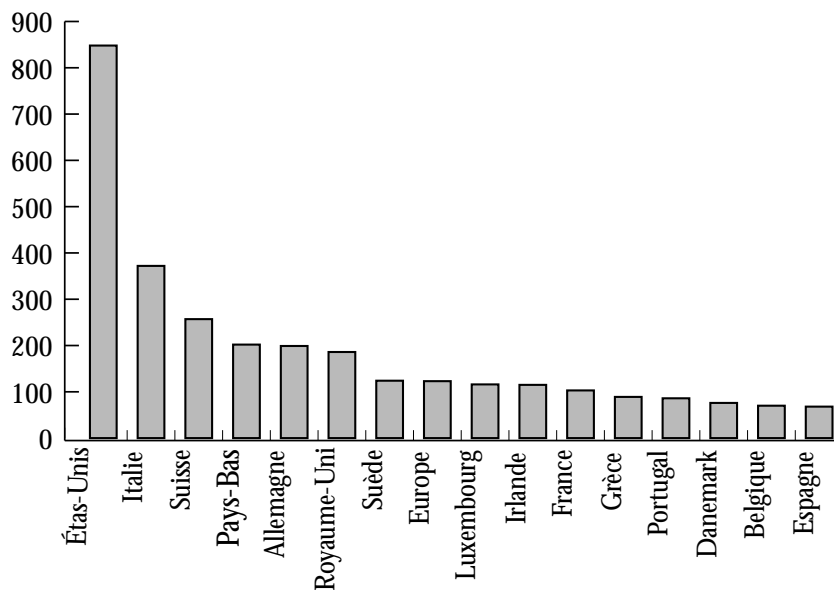
rentabilité. La création des IRA fin 1970, et début 1980 des 401 K, par le « Département du Travail », a rendu possible la seconde et puissante étape du développement des *mutual funds* aux États-Unis. Elle a permis de venir compléter le système de fonds de pension d'entreprise arrivé à un certain degré de maturité. La structure souple, individuellement portable, de ces fonds, bénéficiant d'avantages fiscaux tant au niveau des porteurs que des entreprises, par lesquelles les 401 K transitent obligatoirement, leur permet de plus de s'approvisionner librement, dans un contexte fort concurrentiel, sur le marché des fonds à gestion collective. Ces *mutual funds*, supports des 401 K, représentent environ un dixième du marché et ne peuvent être libérés qu'à l'échéance de l'âge de la retraite. Ce rappel historique nous semble plein d'enseignements : par exemple, alors qu'une loi sur les fonds de pension semble poser tant de problème notamment en France, et en non moindre mesure dans la plupart des pays d'Europe Continentale, ne pourrait-on pas imaginer un jumelage simple et innovant des unités de compte des contrats d'assurance-vie et des règles de l'épargne salariale... ?

Quant à la fragmentation des marchés européens (qui se manifeste avec force, comme le montre le graphique n°5, dans les différences significatives de la taille moyenne des fonds d'un marché européen à l'autre), elle tient tant à la multiplicité et à l'origine très diverse des promoteurs, qu'à la liberté d'exercice dans le domaine de la gestion : banques, compagnies d'assurance, brokers et indépendants, chacun développant des produits pour ses réseaux. Le cloisonnement historique des marchés de l'épargne est persistant en Europe, en dépit de l'adoption en 1999 de l'euro financier, en raison notamment de la lenteur de la mise en place de structures de régulation européennes et du processus d'unification des marchés. Si la coordination des OPCVM a fait figure de précurseur avec la première directive UCITS de 1985, ce n'est que 16 ans après qu'une nouvelle directive vient d'être adoptée. Nettement plus ambitieuse que la précédente, elle marque toutefois déjà le pas, car elle n'inclut pas, par exemple, les fonds *master feeder*, outil le plus apte à rationaliser la gamme des instruments de gestion dans tous les réseaux à partir d'un portefeuille central unique, et certainement source d'économies d'échelle. Si les fonds d'investissement se sont avérés les instruments les plus souples, sécurisés et efficaces pour gérer collectivement l'épargne, leurs promoteurs européens courent le risque d'une concurrence à armes inégales face à une industrie américaine qui bénéficie d'importantes économies d'échelle et de gamme. Seule une unification rapide du marché européen, soit par une marche forcée réglementaire et fiscale, soit par le rapprochement des acteurs et des produits, soit par une accélération forte de la spécialisation entre producteurs et distributeurs peut donner le temps à notre industrie de se rationaliser avant que



d'autres n'aient le temps de s'adapter à nos mœurs complexes et à nos barrières administratives.

Graphique n°5
Une grande dispersion de la taille moyenne des fonds*
(en millions d'euros à fin 2000)



* Pour l'Europe, OPCVM à réglementation européenne.
Source : FEFSI / ICI.

MARCHÉS EUROPÉENS : LA FRANCE ET L'ALLEMAGNE CARACOLENT EN TÊTE DU PELOTON

Par une marge infime, la France est le premier marché européen de la gestion collective de fonds d'investissement devant l'Allemagne, lorsque l'on inclut dans ses statistiques les *Spezialfonds* réservés aux investisseurs institutionnels qui représentent plus du double de l'encours d'OPCVM grand public, ainsi que les actifs des fonds immobiliers.

N'est pas incluse dans ce classement la place luxembourgeoise, car nous examinons ici les marchés de la gestion financière, et non celui de la domiciliation juridique des fonds. Le Luxembourg constitue un cas particulier de marché *off-shore*, leader en Europe, spécialisé essentiellement dans la gestion administrative et comptable alors que la gestion financière est le plus souvent réalisée dans le pays d'origine du promoteur (*roundtrip funds*). À partir des données fournies par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) du Luxembourg, il est

possible de procéder à la réallocation des fonds européens domiciliés dans ce pays selon l'origine des capitaux (tableau n°2)⁸.

Tableau n°2
Actifs nets de l'industrie européenne de fonds d'investissement
réajustés des actifs luxembourgeois
(Données en milliards d'euros)

	30 septembre 2001			31 décembre 2000
	Actif net	Part de marché	Variation (%)*	Actif net
France	875,5	20,6 %	- 1,3 %	887,3
Allemagne	874,6	20,6 %	- 9,0 %	961,1
Royaume-Uni	538,4	12,7 %	- 14,3 %	627,9
Italie	481,8	11,4 %	- 11,6 %	545,1
Suisse	301,6	7,1 %	- 3,8 %	313,5
Irlande	248,4	5,9 %	19,3 %	208,2
Espagne	171,1	4,0 %	- 7,1 %	184,2
Belgique	150,3	3,5 %	- 1,1 %	152,0
Pays-Bas	132,6	3,1 %	- 1,6 %	134,7
Austria	78,1	1,8 %	- 0,9 %	78,9
Suède	76,1	1,8 %	- 25,3 %	102,0
Danemark	33,3	0,8 %	- 3,3 %	34,5
Grèce	25,9	0,6 %	- 23,3 %	33,7
Portugal	22,2	0,5 %	- 0,2 %	22,2
Norvège	15,2	0,4 %	- 12,2 %	17,3
Finlande	13,3	0,3 %	- 1,2 %	13,5
Hongrie	2,5	0,1 %	15,5 %	2,1
Rép. Tchèque	2,2	0,1 %	- 12,9 %	2,5
Pologne	1,5	0,0 %	- 11,4 %	1,7
Autres**	195,3	4,6 %	- 0,8 %	196,9
Total fonds d'investissement	4 239,9	100,00 %	- 6,2 %	4 519,3

Source : FEFSI.

* Variation sur 9 mois par rapport au 31/12/2000.

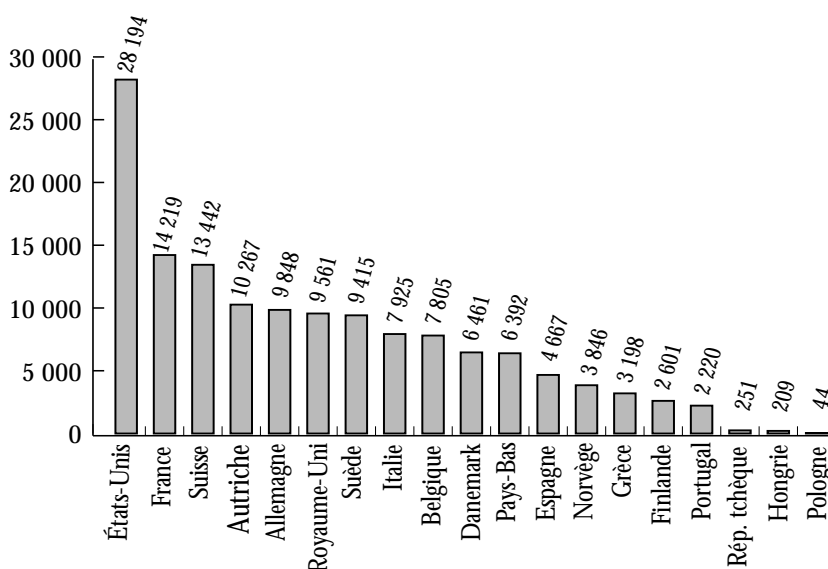
** Dont promoteurs non européens de fonds luxembourgeois.

Pour mémoire, actifs nets du Luxembourg, qui ont fait l'objet d'un réajustement : 835,6 milliards d'euros

Le marché européen de fonds d'investissement est concentré. Quatre pays - la France, l'Allemagne, le Royaume-Uni et l'Italie en représentent les deux tiers. Notons, par ailleurs, la percée remarquable de l'Irlande, qui se hisse à la sixième place, avec une part de marché proche de 6 % alors qu'elle était inférieure à 1 % à fin 1998, cette réussite étant due en grande partie à la montée en puissance de son centre *off-shore* à Dublin, mais aussi et surtout à la souplesse de sa réglementation, qui lui confère un avantage certain en matière d'innovation et d'offre de produits, notamment à gestion alternative. C'est donc une place à comparer au Luxembourg plus qu'aux autres pays⁹.

En termes relatifs, si l'on considère l'actif net des fonds d'investissement par habitant, non réajusté des actifs luxembourgeois, la France est également première parmi les grands marchés de la gestion financière en Europe (graphique n°6)¹⁰.

Graphique n°6
Actif net des fonds d'investissement par habitant
(Non réajusté des actifs luxembourgeois, en euros à fin 2000)



Source : ICI / FEFSI / OCDE.

Le retraitement des données luxembourgeoises selon l'origine des promoteurs permet d'estimer le montant « réel » d'actifs détenus par les résidents des différents pays. Quatre pays figurant sur ce graphique sont particulièrement concernés par cette « réévaluation » : la Belgique, dont le montant moyen par habitant est alors multiplié par 1,8 (passant de 7805 à 15 000 euros), l'Allemagne (+17 %, soit 11 600 euros), la France (+5 %, soit 15 000 euros) et la Suisse, qui constitue un cas particulier compte tenu que les capitaux en question sont majoritairement d'origine internationale, et dont le montant après réajustement se monte à 43 700 euros par habitant. La hiérarchie entre les grands marchés de la gestion financière n'est pas pour autant modifiée.

*ENGOUEMENT POUR LES FONDS ACTIONS OU ORIENTÉS
ACTIONS : EFFET PASSAGER OU DURABLE ?*

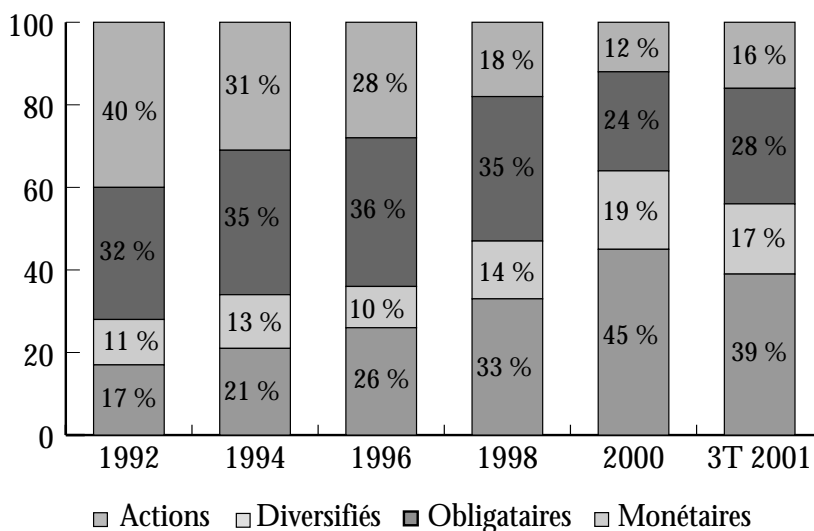
Malgré les sévères corrections qu'ont dernièrement subies les marchés

boursiers, le fait marquant de ces dix dernières années reste l'expansion vigoureuse des fonds en actions et la diffusion rapide des fonds diversifiés sur le marché européen.

Les OPCVM « actions », sous le double effet « performance » et « souscription », ont connu jusqu'au début 2000 des performances remarquables : taux de croissance moyen de l'actif net de + 70 % en 1999, avec des pays performants à des taux supérieurs à 100 % (Luxembourg, Suède...).

Ainsi, pendant la période examinée, les OPCVM actions ont approché pendant un certain moment le seuil de 50 % de l'actif net total (contre une part de 17 % en 1992), et constituent dès lors la principale classe de fonds en Europe (graphique n°7).

Graphique n°7
Distribution des OPCVM à réglementation européenne

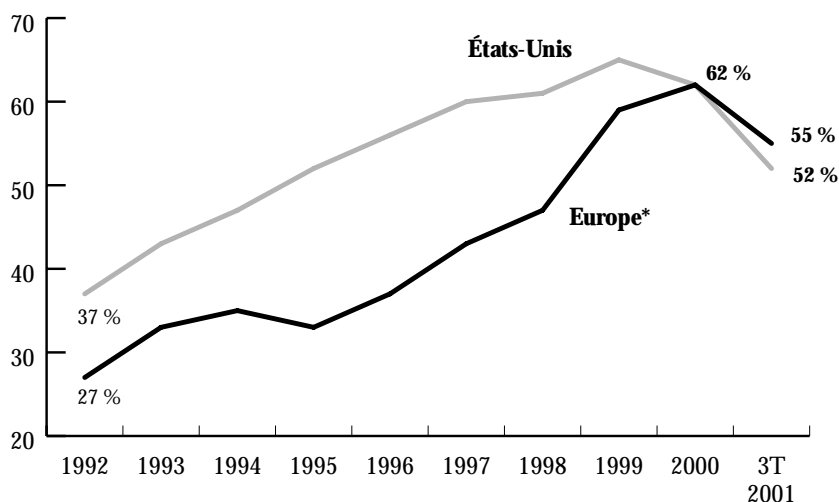


Source : FEFSI / ICI.

Particularité de l'offre, notamment sous forme de fonds profilés en direction des investisseurs institutionnels comme les compagnies d'assurance, et reflet d'une demande qui se caractérise par une faible tolérance face au risque de l'investissement en actions de la part des investisseurs particuliers ou institutionnels, certains pays d'Europe Continentale ont vu parallèlement se développer, à la différence du marché américain, un vaste marché de fonds diversifiés et toute une gamme de fonds à capital protégé ou à rendement garanti¹¹. La part des fonds diversifiés a grimpé à 19 % à fin 2000. Si les fonds américains sont majoritairement investis en actions (à hauteur de 52 % après les

crises boursières, mais ayant atteint un maximum de 57 % à fin 2000), on constate en revanche une nette convergence de ces deux marchés en termes de la proportion de fonds à revenus variables (fonds actions, fonds diversifiés et fonds garantis ensemble) par rapport à l'actif total, avec un pic de 62 % en 2000 (graphique n°8).

Graphique n°8
Fonds actions et diversifiés en % des actifs nets totaux



Source : FEFSI / ICI.

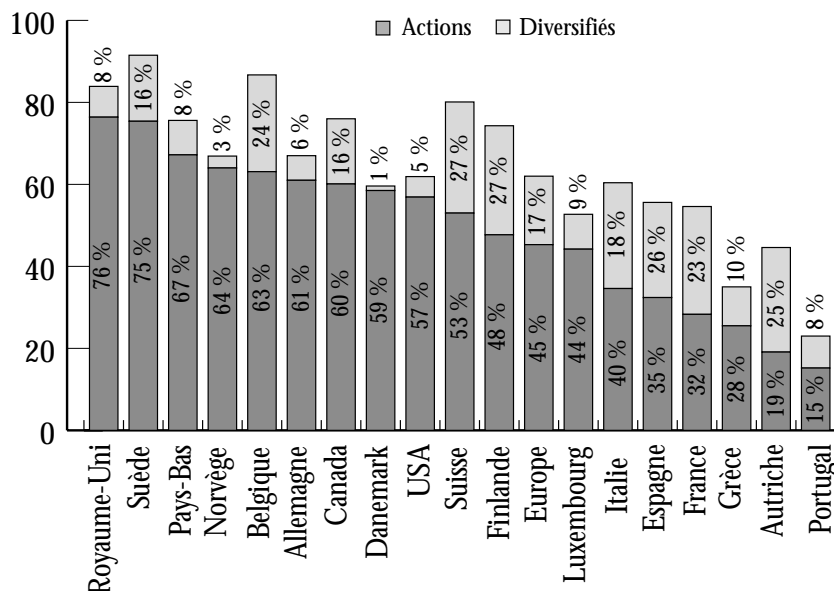
Résultat de l'engouement pour les fonds actions ou orientés actions, dans pratiquement tous les pays européens, le poids de ce marché par rapport aux actifs totaux a augmenté : dans une demi-douzaine de ces pays, le poids des fonds actions est même supérieur à celui qui prévaut aux États-Unis. Les différences sont toutefois encore importantes à l'intérieur de l'Europe : les marchés britannique et portugais se situant aux extrêmes, avec respectivement 75 % et 13 % des actifs totaux investis en OPCVM actions (graphique n°9).

Malgré les avatars boursiers, les fonds à revenus variables ou orientés actions devraient garder leur niveau actuel ou se placer dans l'avenir à l'intérieur d'une fourchette entre 50 % et 65 % des actifs nets de l'industrie européenne de fonds.

*DES SOUSCRIPTIONS NETTES GLOBALEMENT POSITIVES
SUR DES MARCHÉS DEVENUS PLUS SENSIBLES
AUX MOUVEMENTS BOURSIERS*

On le sait bien, l'industrie de la gestion collective de fonds s'alimente

Graphique n°9
Fonds* actions et diversifiés en % de l'actif total - fin 2000



Source : FEFSI / ICI.

* Pour l'Europe, seuls sont inclus les OPCVM à réglementation européenne.

de l'effet conjugué de deux sources : la valorisation (ou dévalorisation) des actifs ou « effet de marché » et les flux de souscriptions nettes positives (ou négatives) ou « effet de souscription ». En toile de fond, la structure de l'offre, qui détermine le potentiel de valorisation du portefeuille global, ainsi que le « débit » des flux de souscriptions, et dont les effets en période de crise sont apparents.

Sans exception, sur pratiquement tous les marchés européens, la croissance rapide des actifs entre 1996 et début 2000 s'explique majoritairement par le dynamisme de marchés boursiers qui ont permis des valorisations significatives - y compris sur les marchés où le poids des fonds en actions ou orientés actions était plutôt relativement faible, tels ceux de la France et du Luxembourg. Les souscriptions nettes n'ont pas été pour autant non significatives, le dynamisme des marchés, accompagné d'anticipations favorables de croissance économique, ayant sans doute favorisé et facilité un certain changement dans l'attitude et le comportement plus positif des ménages européens vis-à-vis des risques de marché.

Dans la période actuelle, en revanche, les souscriptions nettes sont devenues la principale composante de la croissance, ou du moins le principal « soutien », des encours gérés, jouant ainsi pendant les périodes



critiques un rôle d'amortisseur face à un effet de marché devenu largement négatif. Ainsi, alors que les indices boursiers ont connu en 2000 une progression moyenne faible, voire négative, l'industrie européenne des fonds a connu une croissance de 10 %, des souscriptions nettes significatives ayant permis d'obtenir cette performance non négligeable de l'actif net. Pour l'ensemble de l'année 2001, le taux de croissance des actifs devrait s'établir en Europe dans une fourchette entre -5 % et 0 %, c'est-à-dire un niveau bien « plus confortable » que celui qui aurait été obtenu si les investisseurs avaient renoncé à continuer de souscrire de nouvelles parts de fonds. Réjouissons-nous si enfin épargnants et investisseurs, ou leurs conseillers, ont retenu la leçon qui consiste à privilégier en période de baisse les placements à potentiel de croissance ou *value*.

*APRÈS UNE PHASE DE DÉCLIN, LE MARCHÉ DES FONDS
À REVENUS FIXES REGAGNE L'INTÉRÊT DES INVESTISSEURS*

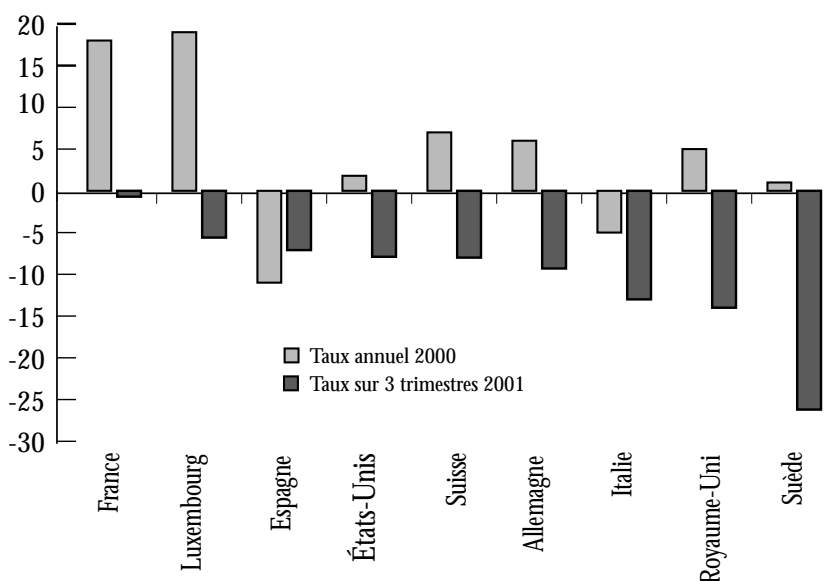
Conséquence mécanique de la montée en puissance des fonds à revenus variables, la part des fonds à revenus fixes a rapidement diminué, du moins jusqu'en 2000. Avec les crises boursières, l'on assiste désormais à un rééquilibrage en faveur de ce type de fonds, qui avaient vu, en l'espace d'une décennie, leur poids dans le total du marché divisé par deux (36 % en 2000, contre 75 % au début des années 1990). Mais ces évolutions sont loin d'être uniformes. Sur les marchés obligataires, alors que la tendance était à la diminution des actifs tant en termes absolus que relatifs, certains marchés, comme le luxembourgeois, voyaient augmenter progressivement les actifs de cette classe de fonds depuis 1997. Depuis fin 2000, ce marché recouvre de ses couleurs avec des souscriptions nettes positives. Les « monétaires », quant à eux, ont vu leur poids diminuer le plus rapidement, en raison notamment de la désaffection pour ce type de fonds de la part des ménages - en premier lieu en faveur des fonds diversifiés, et aussi des fonds en actions - sur le marché français, qui, aujourd'hui, continue de concentrer à lui seul plus de la moitié des actifs de cette classe d'OPCVM en Europe (Cf. tableau n°1 de l'annexe). Depuis le premier trimestre 2000, conséquence des chocs boursiers, cette classe de fonds a regagné du terrain, non seulement en Europe, où elle représente 16 % des actifs d'OPCVM, mais aussi aux États-Unis où son poids est similaire à celui de la France, avec 34 % de l'actif net total.

*UNE DIVERSIFICATION ÉQUILIBRÉE PAR CLASSES
DE RISQUES PEUT S'AVÉRER PAYANTE EN TEMPS DE CRISE
BOURSIÈRE, MAIS ELLE CONNAÎT AUSSI DES LIMITES*

L'année 1996 a été le point de départ de l'accélération de l'envol des marchés, du moins jusqu'au début 2000 où la crise des TMT va sonner

le glas de l'euphorie boursière. Le volume d'actifs sous gestion s'en ressentira, mais tous les pays ne seront pas touchés avec la même intensité et selon le même calendrier (graphique n°10).

Graphique n°10
Résistance variable aux chocs boursiers
 (Taux de croissance des fonds d'investissement - en monnaie nationale)



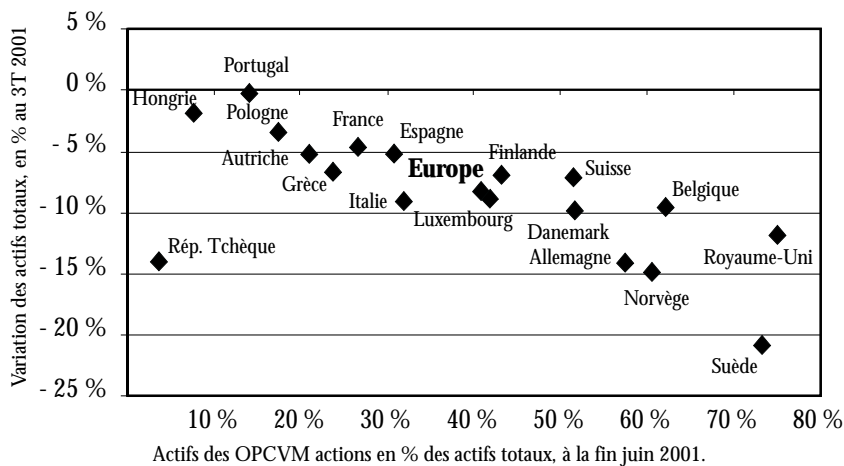
16

L'aversion au risque des investisseurs en général, et des ménages en particulier, ainsi que la structure de l'offre jouent, avec des délais, un rôle déterminant dans l'intensité de la transmission des chocs boursiers sur les différents marchés nationaux des fonds d'investissement. Ainsi, dans des pays où le poids des OPCVM actions était largement prédominant comme au Royaume-Uni, en Allemagne, en Suède ou en Suisse, le ralentissement de la croissance, voire la régression des actifs, connaîtra une accélération remarquable du moins pendant les 9 premiers mois de l'année 2001. En revanche, parmi les marchés de fonds qui résistent le mieux, l'on trouve sans surprise la France et le Luxembourg, pays où l'on constate un équilibre entre fonds à revenus fixes (monétaires et obligataires) et fonds à revenus variables pour lesquels la présence de fonds garantis et ou de fonds diversifiés est forte. Ce sont ainsi des pays où l'effet de souscription reste positif en raison notamment de la richesse de l'offre de cette palette de produits. La sensibilité de ces centres face aux chocs boursiers est donc relativement moins forte que pour ceux investis majoritairement en actions, et elle se reflète bien dans les performances



du troisième trimestre pour l'ensemble des actifs rapportés au poids des OPCVM actions dans l'actif total (graphique n°11).

Graphique n°11
Structure de l'offre et progression
des encours au troisième trimestre 2001



Source : FEFSI.

17

Bien que rassurante sur le court terme, notamment en période de crise, cette approche de la stabilité des actifs par la « diversité » et l'équilibre entre les différentes classes de fonds (actions, diversifiés, obligataires et monétaires) mérite toutefois d'être relativisée pour plusieurs raisons. D'abord, parce qu'elle privilégie des horizons courts pour des placements longs par nature. Ensuite, si la diversité interclasses est un phénomène positif à ne pas négliger, c'est avant tout la diversification et la dispersion des risques à l'intérieur des fonds eux-mêmes qui doivent jouer le rôle de soupape de sécurité face aux bouleversements brusques des marchés financiers. Enfin, poussée à l'extrême, cette approche peut s'avérer pernicieuse dans la mesure où elle peut conduire à une vision conservatrice du mode d'accumulation patrimoniale et de l'attitude face aux risques qui en découle de l'observation des marchés sur une courte période. À la myopie actuelle, qui caractérise encore une partie non négligeable des épargnants européens, viendrait s'ajouter une véritable paralysie de la mobilité des patrimoines assortie d'une phobie pour les placements de marché en actions - seul moyen de financer une croissance dynamique et saine de l'économie tout en favorisant la croissance des patrimoines par des rémunérations intégrant aussi bien les primes de risque que les primes technologiques et de qualité de la gestion. L'épargnant français, et ses voisins de l'Europe Continentale, doivent encore se



prémunir contre le paradoxe qui leur est habituel qui consiste à faire de la transformation à l'inverse, c'est-à-dire du placement à court terme à partir d'une forte capacité d'épargne à long terme.

*UN RÉSERVOIR SIGNIFICATIF D'ÉPARGNE QUI DEMANDE
UNE RÉALLOCATION VERS DES INVESTISSEMENTS LONGS*

Si, par opposition à la décennie précédente, ces deux dernières années ont, par périodes, quelque peu écorné les capitaux gérés par l'industrie de fonds, le marché européen résiste relativement bien, grâce notamment à l'existence et à la généralisation en cours de produits structurés et à l'émergence et diffusion rapide de nouveaux styles de gestion, telles la multi-gestion et la gestion alternative, ainsi qu'au dynamisme et à la maturité des investisseurs et des gérants. Celle-ci s'est traduite par une certaine sérénité des agents économiques et l'absence de mouvements de panique généralisés.

Nous continuons de penser que le marché européen dans son ensemble recèle un potentiel de croissance significatif. C'est ce que semblent confirmer les scénarii - dont nous avons recalibré certains des paramètres à la lumière des crises boursières - réalisés à l'AFG-ASFFI, à horizon de cinq-dix ans : l'encours des fonds devrait au moins doubler sur le marché européen, toutes choses égales par ailleurs, d'ici 2010. Outre l'effet positif de la construction d'un marché européen unifié et plus profond, que l'arrivée de l'euro « physique » devrait accélérer, trois types de facteurs favorables devraient se conjuguer pour rendre possibles cet « objectif de croissance » :

- *des facteurs « exogènes »* : maintien de taux d'épargne relativement élevés ; poursuite de la marchandisation des patrimoines financiers des ménages et de leur désaffection pour les placements à revenu fixe, notamment bancaires - et dans le cas de la France majoritairement rémunérés à des taux réglementés ; développement et extension du troisième pilier des retraites - bien entendu moyennant la création de fonds de pension, quelque forme qu'ils puissent prendre - et/ou réforme des retraites par répartition avec constitution de fonds de réserve, généralisation de mécanismes d'épargne salariale à l'ensemble de l'Europe...

- *des vecteurs propres à notre profession* : dans un contexte très concurrentiel et d'innovation au niveau européen et mondial, où la percée de la multi-gestion est l'un des phénomènes majeurs de ces dernières années, la sélection des « meilleurs gérants » contribuera à renforcer et diversifier la qualité et les styles des gestions (gestions traditionnelles, gestions alternatives...), l'offre des sociétés de gestion devra continuer à se diversifier pour mieux cibler les préférences des investisseurs en matière de performance et de sécurité des placements. La gamme de produits



devra toutefois être rationalisée - diminution drastique du nombre de fonds au niveau national et européen - afin de réduire les coûts de gestion et renforcer les marges, véritable gage de l'indépendance économique pour les sociétés de gestion¹². Le recours aux techniques nouvelles de l'information et notamment Internet contribueront, quant à elles, à enrichir les moyens de connaissance et de sélection. Enfin, l'indispensable structuration et régulation du métier de la distribution des produits d'épargne en Europe, et notamment en France, en vue de créer un métier puissant de conseiller en gestion financière, à ce jour manquant, devra contribuer à l'éducation patrimoniale de nos concitoyens ;

• *du côté des épargnants/investisseurs* : compte tenu des changements que l'on peut observer depuis quelques années dans le mode d'accumulation des richesses, on assistera également du côté des « épargnants », en passe de devenir des « investisseurs » qui agissent par ricochet sur la politique de placement de certains investisseurs institutionnels dont les actifs sont aujourd'hui majoritairement investis en produits de taux, à un changement d'attitude vis-à-vis du risque, le pire des risques devenant à leurs yeux la non-prise de risques. Afin de maximiser le rendement des patrimoines, la gestion collective, comme d'ailleurs la gestion sous mandat, pourra leur apporter les bénéfices du professionnalisme et de la diversification des risques. *Last, but not least*, soulignons au passage que le processus de préférence pour les placements collectifs ou indirects en actions n'est pas un phénomène exclusivement européen mais mondial. Ainsi, par exemple, aux États-Unis, pays à tradition boursière ancienne, les placements indirects en actions, au travers des *mutual funds*, se substituent progressivement aux investissements directs en actions.

Plus que de projections de croissance, les facteurs que nous venons d'énumérer constituent un véritable programme pour notre industrie, tant dans la phase actuelle que dans les années à venir. Les enjeux de nos sociétés en termes de besoins de financement étant de taille, l'engouement pour les fonds à revenus variables ne devrait pas être remis en cause. Bien qu'actuellement en ralentissement, la croissance du marché mondial des fonds retrouvera sa dynamique, notamment pour les fonds investis en actions. Nous pensons, enfin, que la crise en cours ne change pas les données de base pour une croissance robuste du marché européen¹³. Au contraire, la correction des excès boursiers devrait permettre d'assainir les marchés et donner un nouvel élan permettant de repartir sur des bases encore plus solides.

Outil privilégié des épargnants/investisseurs, les fonds, qui bénéficient déjà d'un meilleur environnement de professionnalisme, de sécurité et de régulation, se doivent, à l'aide des responsables qui les gèrent et les distribuent, de poursuivre leur marche vers encore plus de transparence, d'accessibilité et de bonne gouvernance pour qu'en fin de compte



ils puissent de plus en plus, non seulement pourvoir au financement de plus de 50 % du temps de vie « inactive » des forces productives, mais aussi contribuer aux besoins de financement direct de l'économie.

NOTES

1. Cf. graphique n°1 de l'annexe relative au poids des fonds d'investissement par rapport au PIB.
2. Comme par exemple les *Spezialfonds* et les fonds immobiliers en Allemagne, les fonds communs de placement d'entreprise (FCPE) et les fonds communs de placement à risque (FCPR) en France...
3. La faible part de la rubrique « autres » est probablement due au manque d'information sur certains marchés ou tout simplement au fait que l'industrie n'y existe pas.
4. Mesuré à partir de l'actif net des seuls OPCVM à réglementation européenne, cet écart se creuse et atteint 30,7 points, ce qui est une raison de plus pour ne pas négliger dans les statistiques européennes les fonds « à réglementation nationale ».
5. Les données concernant les flux des fonds européens n'étant pas complètes et, lorsqu'elles existent, leur processus de fiabilisation étant encore « en chantier », nous avons décidé de ne pas les reproduire.
6. Le taux de croissance sur le marché français s'établit à + 5 % pour l'année 2001.
7. Pour l'Europe, ce graphique ne tient pas compte de quelque 12 000 fonds d'investissement « à réglementation nationale », dont 3400 fonds communs de placement en entreprise (FCPE) en France, plus de 5000 fonds institutionnels ou *Spezialfonds* en Allemagne... La valeur moyenne des fonds européens serait alors de l'ordre de 120 millions d'euros au lieu de 140.
8. Par ailleurs, le tableau n°2 de l'annexe, qui ventile les données afférentes à chaque marché, avant réallocation des actifs des fonds domiciliés au Luxembourg, montre que la France est également leader sur le marché des OPCVM à réglementation européenne.
9. Le manque d'information sur le marché irlandais ne nous permet pas, en revanche, de ventiler la part des promoteurs étrangers comme nous l'avons fait pour le Luxembourg.
10. Pour les raisons déjà invoquées, ne figurent sur le graphique n°6, ni le Luxembourg, avec deux millions d'euros, ni l'Irlande, avec plus de 39 000 euros par habitant.
11. Selon les pays, les fonds garantis sont classés tantôt parmi les fonds en actions, tantôt parmi les OPCVM obligataires. Ils sont parfois inclus dans les fonds diversifiés, comme c'est le cas en France pour les fonds à promesse qui sont en fait une variante des fonds garantis mais dont le niveau de la garantie est fonction de l'évolution des marchés.
12. Cf. Bollon P. (2000), « Gestion : Paris peut-il être le "Boston de l'Europe ?" », *Revue d'Economie Financière* n° 57, pp. 137-149.
13. Cf. Leclair A. et Pardo C., « La gestion financière : un contre-pouvoir face à l'irrationalité des marchés », *Revue Risques* n° 48 (à paraître).

Tableau n°1
Actif net (AN) et parts de marché (PM) dans l'industrie européenne de fonds d'investissement
 (montants en milliards d'euros au 30 septembre 2001)

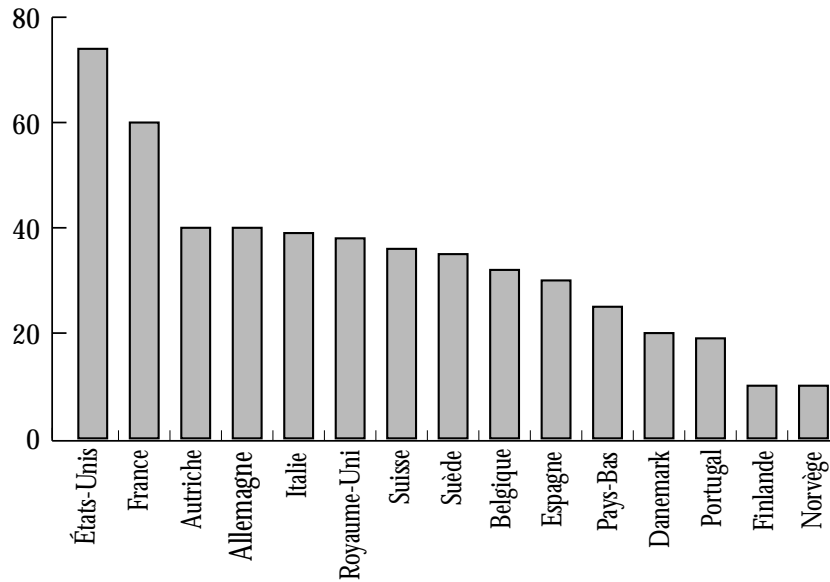
	OPCVM à réglementation européenne (OPCVM à RE)												Total OPCVM à RE			Total général tous fonds confondus*		
	OPCVM actions			OPCVM diversifiés			OPCVM obligations			OPCVM monétaires			AN	PM	AN	PM	AN	PM
	AN	PM		AN	PM		AN	PM		AN	PM		AN	PM				
Royaume-Uni	271	22,6 %	France	184,7	37,8 %	Luxembourg	300,2	34,3 %	France	262,4	53,1 %	France	769,0	23,2 %	Luxembourg	835,6	19,7 %	
Luxembourg	267,4	22,3 %	Italie	88,7	18,2 %	Italie	157,3	18,0 %	Luxembourg	83,7	16,9 %	Luxembourg	751,7	22,7 %	France	831,3	19,6 %	
France	181,4	15,2 %	Luxembourg	56,6	11,6 %	France	140,5	16,1 %	Espagne	39,3	7,9 %	Italie	386,6	11,7 %	Allemagne	733,4	17,3 %	
Allemagne	104	8,7 %	Espagne	31,5	6,5 %	Allemagne	58,2	6,6 %	Italie	39,1	7,9 %	Royaume-Uni	364,0	11,0 %	Royaume-Uni	490,6	11,6 %	
Italie	101,5	8,5 %	Royaume-Uni	28,4	5,8 %	Espagne	51,4	5,9 %	Allemagne	29,7	6,0 %	Allemagne	211,6	6,4 %	Italie	393,6	9,3 %	
Pays-Bas	61	5,1 %	Suisse	22,7	4,6 %	Royaume-Uni	39,3	4,5 %	Grèce	10,5	2,1 %	Irlande	183,2	5,5 %	Irlande	248,4	5,9 %	
Espagne	46,1	3,9 %	Belgique	17,5	3,6 %	Austria	39,0	4,5 %	Portugal	7,1	1,4 %	Espagne	169,7	5,1 %	Espagne	171	4,0 %	
Suède	42,8	3,6 %	Allemagne	17,1	3,5 %	Pays-Bas	22,4	2,6 %	Norvège	5,4	1,1 %	Pays-Bas	100,0	3,0 %	Pays-Bas	116,4	2,7 %	
Belgique	41,8	3,5 %	Suède	10,9	2,2 %	Danemark	17,3	2,0 %	Suisse	5,2	1,1 %	Suisse	76,8	2,3 %	Suisse	87,1	2,1 %	
Suisse	34,7	2,9 %	Pays-Bas	10,3	2,1 %	Suisse	17,1	2,0 %	Suède	3,7	0,7 %	Belgique	70,7	2,1 %	Austria	78,1	1,8 %	
Danemark	14,6	1,2 %	Austria	8,7	1,8 %	Belgique	10,4	1,2 %	Finlande	3,3	0,7 %	Suède	61,6	1,9 %	Belgique	76,1	1,8 %	
Austria	10,6	0,9 %	Grèce	3,3	0,7 %	Portugal	6,7	0,8 %	Royaume-Uni	1,6	0,3 %	Austria	59,7	1,8 %	Suède	62,1	1,5 %	
Norvège	7,9	0,7 %	Finlande	2,8	0,6 %	Grèce	5,5	0,6 %	Belgique	1,1	0,2 %	Danemark	33,8	1,0 %	Danemark	33,4	0,8 %	
Finlande	5	0,4 %	Portugal	1,8	0,4 %	Suède	3,5	0,4 %	Austria	0,8	0,2 %	Grèce	24,0	0,7 %	Grèce	25,9	0,6 %	
Grèce	4,7	0,4 %	Danemark	1,5	0,3 %	Finlande	2,2	0,3 %	Rép. Tchèque	0,7	0,1 %	Portugal	17,7	0,5 %	Portugal	22,2	0,5 %	
Portugal	1,9	0,2 %	Rép. Tchèque	0,9	0,2 %	Hongrie	1,8	0,2 %	Pologne	0,5	0,1 %	Norvège	15,8	0,5 %	Norvège	15,2	0,4 %	
Pologne	0,19	0,02 %	Norvège	0,4	0,1 %	Norvège	1,4	0,2 %	Hongrie	0,4	0,1 %	Finlande	13,3	0,4 %	Finlande	13,3	0,3 %	
Hongrie	0,16	0,01 %	Pologne	0,3	0,1 %	Pologne	0,4	0,05 %	Danemark	0,03	0,0 %	Hongrie	2,6	0,1 %	Hongrie	2,5	0,1 %	
Rép. Tchèque	0,051	0,004 %	Hongrie	0,04	0,0 %	Rép. Tchèque	0,1	0,01 %	Pays-Bas	ND	ND	Rép. Tchèque	1,8	0,1 %	Rép. Tchèque	2,2	0,1 %	
Irlande	ND	ND	Irlande	ND	ND	Irlande	ND	ND	Irlande	ND	ND	Pologne	1,4	0,04 %	Pologne	1,5	0,04 %	
Total Europe	1196,801	100 %	Total Europe	488	100 %	Total Europe	875	100 %	Total Europe	494	100 %	Total Europe	3315	100 %	Total Europe	4239,0	100 %	

Source : FEESI, ICI.

* OPCVM à réglementation européenne et fonds à réglementation nationale.

ANNEXE

Graphique n°1
Actifs nets* des fonds d'investissement en % du PIB
 (à fin 2000)



22

* Pour l'Europe, données non réajustées des actifs luxembourgeois.
 Source : ICI / FEFSI / OCDE.

Graphique n°2
Origine des promoteurs des fonds luxembourgeois
 (Actif net au 30 septembre 2001 : 835 milliards d'euros)

